

izv. prof. dr. sc. Gordana Kordić

Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Trg J. F. Kennedyja 6,
10 000 Zagreb, Hrvatska
gkordic@efzg.hr

dr. sc. Martina Nakić

Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Trg J. F. Kennedyja 6,
10 000 Zagreb, Hrvatska
mnakic@efzg.hr

Anja Nikić, mag. oec.

anjanikic@hotmail.com

ANALIZA MJERA ZA RJEŠAVANJE FINACIJSKE KRIZE: PRIMJER PERIFERNIH ZEMALJA EUROZONE

Pregledni rad

Sažetak

Monetarna unija predstavlja zajednicu zemalja koje, između ostalog, imaju jedinstvenu valutu i zajedničku monetarnu politiku. U slučaju eurozone riječ je o heterogenoj skupini zemalja koje zadržavaju značajan dio političkog i fiskalnog suvereniteta, dok je monetarni prenesen na nadnacionalnu razinu. Početkom 2009. eurozonu je zahvatila kriza koja je počela u SAD-u te se uskoro pretvorila u globalni poremećaj, otkrivajući niz problema u bankovnim i fiskalnim sustavima zahvaćenih zemalja. Osobito snažno bile su zahvaćene zemlje tzv. periferije eurozone. Dugotrajna kriza, koja je u međuvremenu prerasla u recesiju, rezultirala je nizom stabilizacijskih mjera europskih i međunarodnih institucija, kao i proširenjem programa otkupa privatnih i državnih vrijednosnica od strane ESB kako bi se ublažili deflatorni pritisci. Programi pomoći u kombinaciji s reformama koje su poduzimane nisu imali jednak uspjeh u svim zahvaćenim zemljama. Ipak, kriza se najsnažnije i najdugotrajnije osjetila u Grčkoj, gdje je i najizgledniji scenarij napuštanja eurozone. Rasprava o Grčkoj izaziva i bojazni kako bi moglo doći do prelijevanja na ostale zemlje, što bi, osim problema definiranja formalnog aspekta razdruživanja, sasvim sigurno izazvalo i potrese na globalnim tržištima. U radu se analiziraju mjere koje su poduzete od strane međunarodnih institucija za rješavanje problema visoke zaduženosti perifernih zemalja, kao i one koje su provodile nacionalne vlasti. Dosadašnji rezultati pokazali su kako politika štednje koja je zahtijevana od krizom zahvaćenih zemalja nije ostvarila očekivane rezultate. Buduće politike svakako trebaju razmotriti negativne aspekte mjera štednje, unatoč koristima od fiskalne konsolidacije. Također, potrebno je

razmotriti i uvjete pod kojima bi u kriznim okolnostima bilo moguće izmijeniti pravila članstva u eurozoni.

Ključne riječi: *eurozona, PIGS, financijska kriza, mjere štednje.*

JEL: E52, E58, F33, F34, F36

1. UVOD

Nakon što je u rujnu 2008. došlo do propasti Lehman Brothers-a, kao i niza sumnji u kvalitetu sekuritiziranih potraživanja koje su financijske institucije imale u svojim bilancama, kriza se iz financijskog prelila i na realni sektor. Zbog veličine i značaja američkog gospodarstva, bilo je praktično nemoguće izbjeći utjecaj krize na globalno gospodarstvo te se uskoro i Europska unija suočila s problemima koji su ugrozili njezino funkcioniranje, kao i stabilnost zajedničke valute. Kriza je ukazala na niz problema same eurozone, kao i na heterogenost zajednice, u kojoj se asimetrično razvijala kao bankovna, valutna te kriza državnog duga. Na vidjelo je tako izišlo niz problema, osobito u tzv. zemljama periferije, što se odrazilo u visokoj zaduženosti i općenito sporijem gospodarskom rastu praćenom visokim stopama nezaposlenosti. Mjere međunarodnih institucija uključivale su štednju kako bi se gospodarstva stabilizirala, ali i značajne iznose transfera i zajmova pre zaduženim zemljama. Međutim, imale su dvojbene učinke. Kriza je zaprijetila eurozoni 2012., a nakon prvobitne faze porasta inflacije, u drugoj polovici 2014. dolazi do deflatornih pritisaka. Europska središnja banka (ESB) stoga početkom 2015. kreće s programom intenzivnog kvantitativnog popuštanja kojim u novčani optjecaj ubacuje 60 mlrd. eura mjesečno, s ciljem deprecijacije eura i poboljšanja izvozne konkurentnosti. Ujedno, Europska komisija poduzima niz mjera s ciljem stabiliziranja gospodarstava (kao npr. uvođenje Europskog semestra i procedura makroekonomskih neravnoteža). Za to vrijeme zemlje periferije djelomično se oporavljaju, osim Grčke koja sve teže vraća svoje dugove, dok se njezin izlazak iz eurozone sve više spominje kao izgledan scenarij.

U radu se analizira razdoblje krize u zahvaćenim zemljama, kao i mjere koje su se poduzimale kako bi se kriza zaustavila. Jedno od bitnih pitanja je i orijentiranost kriznih mjera ka povećanoj štednji i njihova opravdanost. Rad je strukturiran na sljedeći način. Nakon uvodnog poglavlja, slijedi poglavlje u kojem se analizira pozadina krize u monetarnoj uniji, kao i nedostaci u funkcioniranju zajednice. U trećem poglavlju dan je prikaz krize u perifernim zemljama kroz analizu uzroka i posljedica događaja koji su obilježili razdoblje prije i nakon krize. Također, analiziraju se i mjere koje su bile poduzimane tijekom promatranog razdoblja. Učinkovitost mjera razmatra se u četvrtom poglavlju nakon kojeg slijedi zaključak.

2. UZROCI, TIJEK I KARAKTERISTIKE FINACIJSKE KRIZE PERIFERNIH ZEMALJA EUROZONE

Financijska kriza, započeta u SAD-u, proširila se eurozonom kroz velik broj kanala. Njezinom razvoju pogodovala je izloženost europskih financijskih institucija rizičnim plasmanima na američkom financijskom i nekretninskom tržištu te dugogodišnji strukturni problemi zemalja eurozone. Ipak, članice eurozone nisu pogođene u istoj mjeri niti na isti način jer ih odlikuje različiti stupanj razvoja te različite gospodarske karakteristike. Katastrofalne posljedice krize su osjetile periferne zemlje eurozone, a posebno Portugal, Italija, Grčka i Španjolska.

Ove zemlje su svojim neodgovornim ekonomskim politikama u pretkriznom razdoblju doprinijele krizi. Dok je u nekim zemljama okidač krize bio pucanje nekretninskog balona, druge su se našle u problemima zbog izloženosti banaka lošoj imovini i porasta udjela nenaplativih kredita. To je izazvalo lančanu reakciju i prelijevanje krize diljem eurozone izazivajući ekonomsku kontrakciju, neravnotežu javnih financija, a osobito porast javnog duga.

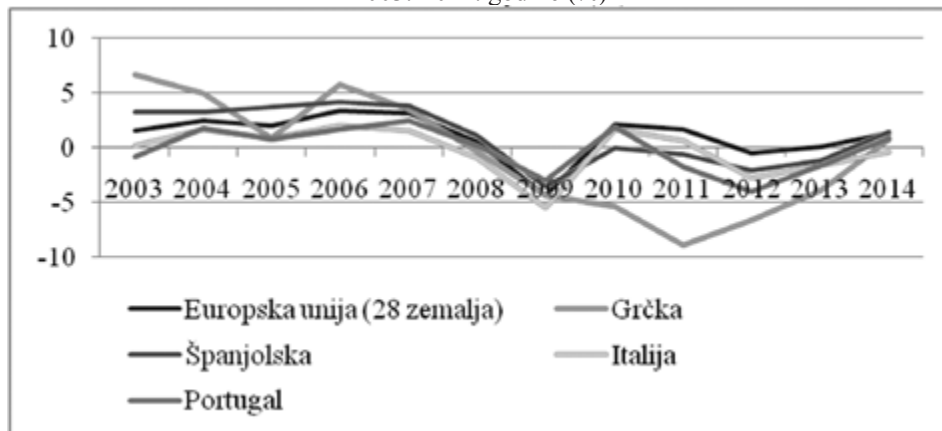
Tablica 1. Prikaz uzročnika krize u izabranim zemljama periferije eurozone

Zemlja	Uzročnici krize
Grčka	Prekomjerna potrošnja financirana jeftinim kreditima, slabost u strukturnim politikama, utaja poreza, neefikasna državna administracija, korupcija, skup mirovinski i zdravstveni sustav. Domaće banke imale su strane podružnice koje su bile izložene nenaplativim kreditima.
Italija	Prekomjerna potrošnja, nestabilna vlada i česte političke promjene, korupcija, utaja i evazija plaćanja poreza, visoke plaće usprkos niskoj produktivnosti, razlike u gospodarstvu sjeverne i južne Italije, neučinkovita državna administracija.
Portugal	Slab ekonomski rast u pretkriznom razdoblju, nedostatak produktivnosti, neuravnotežene javne financije i visok javni dug, loša ulaganja banaka, računovodstvene prijevare, velik broj državnih službenika, financiranje neučinkovitih kompanija, napuhane plaće top menadžera.
Španjolska	Precijenjena tržišta nekretnina, prevelika građevinska aktivnost i povećanje cijena stanova, povećano oslanjanje na zaduživanje, slabost regulatornog okvira.

Izvor: prilagođeno prema Yimlaz (2013)

Ekspanzija i razdoblje uzleta ovih gospodarstava do 2008. prikrili su potencijalne znakove koji su se mogli prepoznati kao uzročnici kriza. Iako zemlje periferije osjećaju slične negativne posljedice poput pada ekonomske aktivnosti, rasta javnog duga, budžetskog deficita i problema u bankovnom sustavu, vidljivo je kako su uzročnici krize poprilično različiti i specifični za svaku državu (tablica 1.).

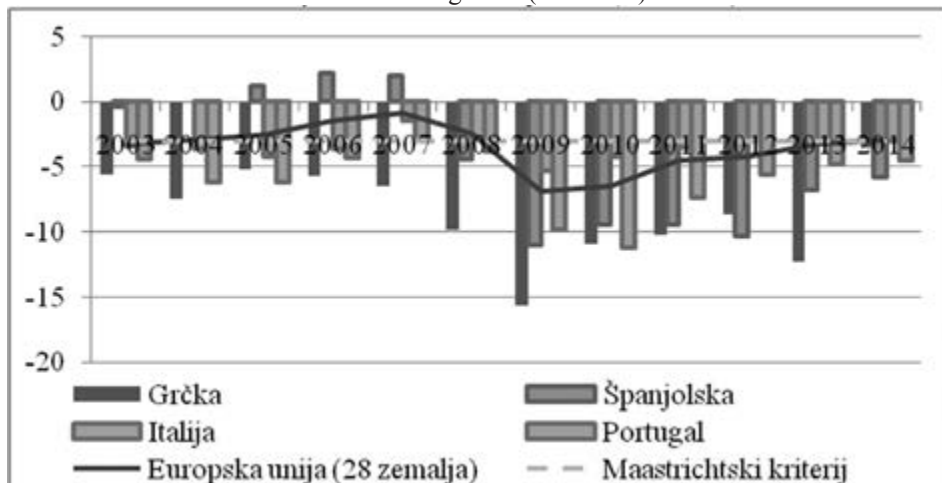
Grafikon 1. Kretanje stope rasta BDP-a u izabranim zemljama periferije eurozone od 2003.-2014. godine (%)



Izvor: Eurostat

Od 2008. ove zemlje bilježe neodrživo stanje javnih financija, visok javni dug, rast nezaposlenosti te porast ranjivosti bankovnih sektora. Očekivano, stopa rasta BDP-a značajno se smanjila (grafikon 1.). Najveći pad BDP-a analizirane zemlje iskusile su u 2009., dok je u Grčkoj nastavljen negativan trend sve do 2011. (-8,9%).

Grafikon 2. Proračunski deficit u izabranim zemljama periferije eurozone u razdoblju od 2003.-2014. godine (% BDP-a)

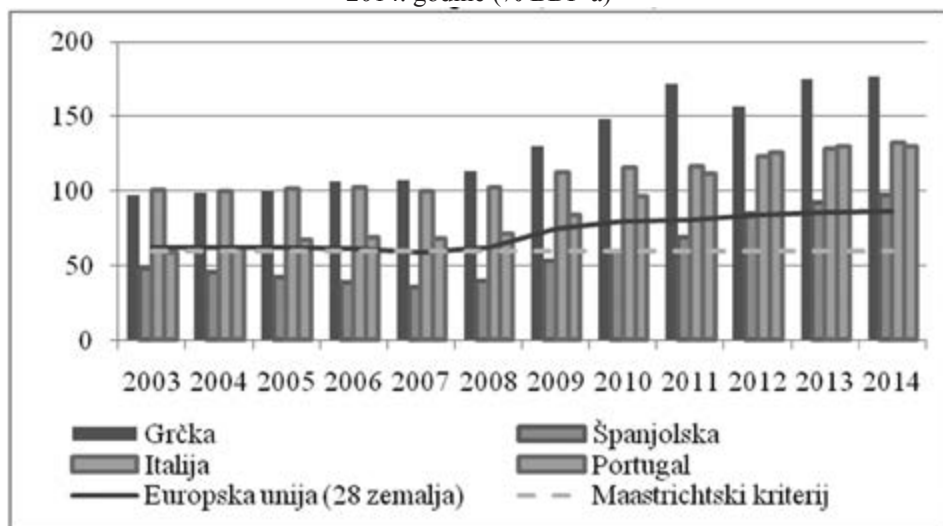


Izvor: Eurostat

Zemlje su kršile kriterije nominalne konvergencije definirane Ugovorom iz Maastricht-a što je također u pretkriznom razdoblju trebalo ukazati na nužnost promjena strukturnih politika. Grafikon 2. prikazuje kako države periferije eurozone

nisu poštivale kriterij o gornjoj granici deficita državnog proračuna (3% BDP-a) u razdoblju prije krize (osim Španjolske). Najviši proračunski deficit ostvarila je Grčka 2009. (-15,7% BDP-a). Višegodišnja prekomjerna potrošnja financirana jeftinim kreditima došla je do izražaja u krizi kada su troškovi njihovog financiranja postali otežani. Brojnim mjerama štednje zemlje su djelovale na smanjivanje proračunskog deficita. No, one su dovele do kontrakcije potrošnje stanovništva i rasta stope nezaposlenosti.

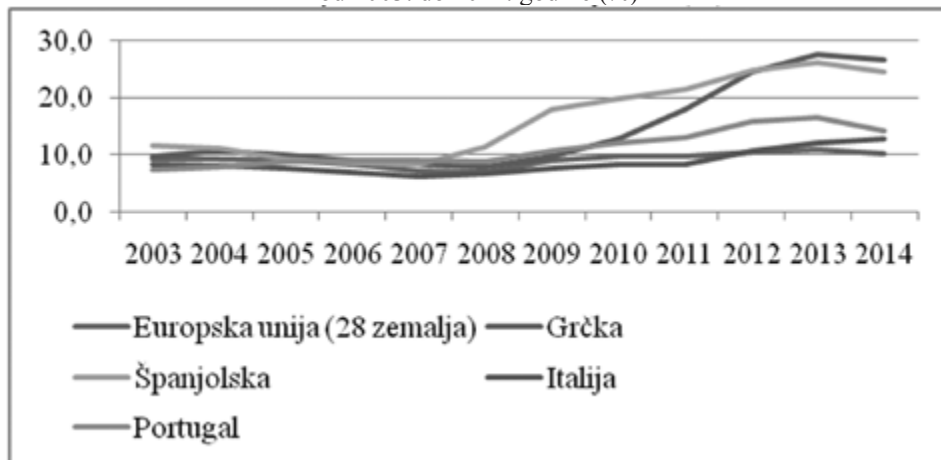
Grafikon 3. Javni dug u izabranim zemljama periferije eurozone u razdoblju od 2003. do 2014. godine (% BDP-a)



Izvor: Eurostat

Fiskalna nedisciplina perifernih zemalja eurozone vidljiva je i ukoliko se analizira kretanje javnog duga. Maastricht-skim ugovorom definirano je kako javni dug ne smije biti veći od 60% BDP-a ili, ako prelazi tu granicu, mora opadati i približavati se referentnoj vrijednosti zadovoljavajućim ritmom. Grčka i Italija su imale visoke razine javnog duga i prije krize, a od 2008. nagli rast duga bilježe i ostale zemlje (grafikon 3.). Iako je u pogledu proračunskih deficita vidljiv napredak, razine javnog duga u navedenim zemljama su i dalje jako visoke. U 2014. su zabilježene prekomjerne razine javnog duga u svim promatranim zemljama eurozone, posebice u Grčkoj koja je zabilježila javni dug od čak 177,1% BDP-a. Iako je vodila jedan od najopsežnijih programa fiskalne konsolidacije, Grčkoj su potrebne daljnje reforme za restrukturiranje duga i uravnoteženje javnih financija.

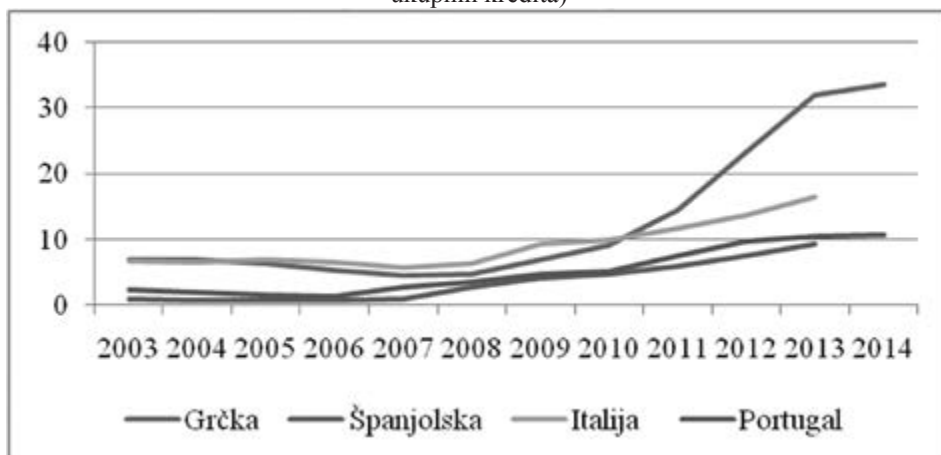
Grafikon 4. Stopa nezaposlenosti u izabranim zemljama periferije eurozone u razdoblju od 2003. do 2014. godine (%)



Izvor: Eurostat

Nacionalne vlade su raznim mjerama i postupcima pokušale spriječiti negativne posljedice krize, stabilizirati javne financije i potaknuti ekonomski rast. Kako bi smanjile proračunski deficit, smanjile su potrošnju, povećavale poreze, smanjivale subvencije, broj zaposlenih u javnom sektoru te plaće. No, stroge mjere štednje i smanjivanje zapošljavanja u javnom sektoru su rezultirale visokim stopama nezaposlenosti, što je jedan od najvećih problema vlada ovih zemalja. Danas najvišu nezaposlenost imaju Grčka gdje iznosi 26,5% i Španjolska s 24,5% što je mnogo više od prosjeka Europske unije (grafikon 4.).

Grafikon 5. Nenaplativi krediti u bankama izabranih zemalja periferije eurozone (% od ukupnih kredita)



Izvor: The World Bank

Kriza je razotkrila ranjivost bankovnih sustava zemalja periferije. Veliki razlog za zabrinutost banaka je porast udjela nenaplativih kredita. Prema grafikonu 5., najveću stopu nenaplativih kredita bilježi Grčka gdje su porasli s 4,7% u 2008. na 33,5% u 2014.. Nenaplaćeni krediti dodatno smanjuju likvidnost koja je potrebna Grčkoj za oporavak od krize. Talijanske i portugalske banke također bilježe velike dugove, loše bilance te porast nenaplativih kredita. Slom tržišta nekretnina i nekontrolirano kreditiranje građevinskog sektora utjecalo je na porast nenaplativih kredita u Španjolskoj. Bankama su bile potrebne velike injekcije kapitala, a u kombinaciji s lošim stanjem ekonomija perifernih zemalja eurozone je postalo jasno kako im je potrebna pomoć.

3. ODGOVOR MEĐUNARODNIH INSTITUCIJA I NACIONALNIH VLASTI NA KRIZU U EUROZONI

3.1. Odgovor institucija Europske unije i Međunarodnog monetarnog fonda na krizu u eurozoni

Kriza perifernih zemalja eurozone zaprijetila je opstanku Europske unije pa su Europska središnja banka, europske i međunarodne institucije te ostale zemlje članice eurozone odigrale važnu ulogu u pružanju pomoći krizom pogođenim zemljama odobravajući im pakete pomoći. Visoka zaduženost promatranih zemalja i njihovo loše gospodarsko stanje ukazali su na probleme integracije poput decentraliziranih fiskalnih politika i nedostataka u sustavu financijskog nadzora te je postao upitan opstanak zajedničke valute. To je ukazalo na značaj financijske pomoći državama članicama Europske unije koje su se suočile s problemima kako bi se očuvala stabilnost integracije.

Prvo je u svibnju 2010. uspostavljen program pomoći Grčkoj od strane Europske komisije (engl. *Greek Loan Facility* – GLF) u predviđenom ukupnom iznosu od 77,3 mlrd. € kroz razdoblje od svibnja 2010. do lipnja 2013.. Riječ je o bilateralnim dogovorima 14 zemalja članica eurozone i Grčke. Ovaj oblik financijske pomoći je dio zajedničkog paketa pomoći s MMF-om koji se obvezao ustupiti dodatnih oko 30 mlrd. € kroz *stand-by* aranžman.

Potom su od strane Europske unije osnovana dva privremena mehanizma za borbu s krizom kroz financijsku pomoć zemljama eurozone:

- Europski fond za financijsku stabilnost (engl. *European Financial Stability Facility* – EFSF) osnovan je u lipnju 2010. kao entitet posebne namjene u vlasništvu zemalja eurozone. Sredstva je prikupljao izdavanjem obveznica uz garancije država članica (razmjerno njihovu udjelu u kapitalu ESB-a). Mogao je odobravati kredite do ukupnog iznosa od 440 mlrd. €. Pružio je financijsku pomoć Irskoj

(17,7 mlrd. €), Grčkoj i Portugalu te od uspostave ESM-a više ne odobrava sredstva.

- Europski mehanizam za financijsku stabilnost (engl. *European Financial Stabilisation Mechanism* – EFSM) osnovan je u svibnju 2010. s mogućnošću odobravanja kredita u ukupnom iznosu do 60 mlrd. €. Od osnutka je odobrio kredite Irskoj (22,5 mlrd. €) i Portugalu te kratkoročni kredit Grčkoj u srpnju 2015.

Kako se kriza u eurozoni produbljivala, kao trajni mehanizam za spašavanje zemalja članica eurozone koje imaju financijskih poteškoća (zamjena za privremene EFSF i EFSM) osnovan je Europski stabilizacijski mehanizam (engl. *European Stability Mechanism* – ESM) s kreditnim kapacitetom od 500 mlrd. €. Od početka rada (listopad 2012.) odobrio je financijsku pomoć Cipru (do 9 mlrd. €) i Španjolskoj te u kolovozu 2015. i Grčkoj. Može odobravati kredite i u iznimnim okolnostima intervenirati na primarnim i sekundarnim tržištima dužničkih vrijednosnica.

Program pomoći sa Španjolskom (koji je korišten samo za dokapitalizaciju financijskih institucija) zaključen je u siječnju 2014., a Portugal je izišao iz 3-godišnjeg programa u lipnju iste godine. S druge strane, s Grčkom je u kolovozu 2015. sklopljen novi program pomoći u iznosu do 86 mlrd. € koji će biti financiran od strane ESM-a i MMF-a.

Tablica 2. prikazuje ukupne iznose odobrenih i transferiranih sredstava promatranim zemljama od strane međunarodnih institucija. Grčka, Portugal i Španjolska su ukupno povukli preko 350 mlrd. € iz odobrenih financijskih paketa. Dosad povučena sredstva u slučaju Grčke čine oko 130% njenog BDP-a iz 2014. što znači da većinu javnog duga Grčke čine obveze prema kreditorima temeljem programa pomoći. Ukoliko se izuzme Italija koja nije tražila pomoć međunarodnih institucija, u najmanjem opsegu ju je koristila Španjolska – svega 4% BDP-a.

Tablica 2. Iznosi programa pomoći izabranim perifernim zemljama eurozone od međunarodnih institucija

Programi	Zemlja					
	Grčka			Portugal	Španjolska	Ukupno sredstva
	Grčka I	Grčka II	Grčka III			
Razdoblje	5./2010.- 3./2012.	3./2012.- 6./2015.	7./2015.- 2018.	5./2011.- 6./2014.	7./2012.- 12./2013.	5./2010.- 2018.
MMF (mlrd. €)	20,1 od 30 (SBA)	12 od 28 (EFF)	dio od 86 (odluka u 10/2015.)	25,6 od 26,5 (EFF)	-	57,7
GLF (mlrd. €)	52,9 od 77,3	-	-	-	-	52,9
EFSM (mlrd. €)	-	-	7,16 ³	24,3 od 26	-	31,46
EFSF (mlrd. €)	-	141,9 od 144,7	-	26	-	167,9
ESM (mlrd. €)	-	-	do 86	-	41,3 od 100	41,3
Ukupno primljena sredstva (mlrd. €)	73	153,9	7,16	75,9 od 78,5	41,3 od 100	351,26
Udio ukupno primljenih sredstava u BDP-u (%; 2014.)	130,7			43,9	3,9	24,9

Napomene:¹ SBA – *Stand-by Arrangement*, ² EFF – *Extended Fund Facility*,³ EFSM je odobrio u srpnju Grčkoj kratkoročni kredit za premošćivanje nelikvidnosti u iznosu od 7,16 mlrd. € koji je prebačen na ESM u kolovozu 2015. kada je odobren novi paket pomoći Grčkoj

Izvor: IMF, OECD, European Commission (2015a), izračun autorica

ESB je kao odgovor na krizu unijela brojne promjene u svoj dotadašnji instrumentarij. Proširila je spektar prihvatljivih kolaterala u operacijama na otvorenom tržištu te ponudila dugoročnije operacije refinanciranja (LTRO). Od prosinca 2007. ESB je nudila dolarsku likvidnost temeljem *swap* ugovora s Fed-om (i ostalim središnjima bankama). Kroz 2007. i 2008. većina operacija je sterilizirana tako da nije bilo značajnije kreacije primarnog novca (došlo je do promjene strukture aktive bilance Eurosustava, ali ne i njene veličine – kvalitativno labavljenje). Od 2008. Upravljačko vijeće ESB je donijelo nekoliko odluka o provođenju operacija refinanciranja s fiksnom kamatnom stopom i punom raspodjelom. Uz to, produženi su rokovi dospijeca dugoročnijih operacija. U lipnju 2014. Upravljačko vijeće je donijelo odluku o uvođenju ciljanih dugoročnijih operacija refinanciranja (TLTRO) kako bi se unaprijedilo funkcioniranje monetarnog

transmisijskog mehanizma kroz podršku kreditiranju realnog sektora (poduzeća i kućanstava, isključujući stambene kredite). Pregled svih nekonvencionalnih operacija na otvorenom tržištu dan je u tablici 3.

Tablica 3. Nekonvencionalne operacije na otvorenom tržištu u praksi Eurosustava

Program		Razdoblje	Iznos	Cilj
Dugoročnije operacije refinanciranja	LTRO	4./2008. –	–	pružanje likvidnosti bankama
	TLTRO	6./2014. –	–	
CBPP	CBPP	7./2009. – 6./2010.	60 mlrd.€	podrška specifičnim financijskim tržištima (i lakši pristup likvidnosti bankama na tim tržištima)
	CBPP2	11./2011. – 10./2012.	16,4 mlrd.€	
	CBPP3	9./2014. –	104 mlrd.€ (7./2015.)	
ABSPP		9./2014. –	9,7 mlrd.€ (7./2015.)	podrška specifičnim financijskim tržištima
SMP		5./2010. – 9./2012.	220 mlrd.€	podrška specifičnim financijskim tržištima
OMT		9./2012. –	–	podrška specifičnim financijskim tržištima
APP		1./2015. – (najranije 9./2016.)	60 mlrd.€ mjesečno	rješavanje problema preduge niske inflacije

Napomene: LTRO – *Longer-term Refinancing Operations*, TLTRO – *Targeted Longer-term Refinancing Operations*, CBPP – *Covered Bond Purchase Programme*, ABSPP – *Asset-backed Securities Purchase Programme*, SMP – *Securities Markets Programme*, OMT – *Outright Monetary Transactions*, APP – *Expanded Asset Purchase Programme*, PSPP – *Public Sector Purchase Programme*

Izvor: izrada autorica prema ECB (2015.)

U početku ESB nije podržavala kreditna tržišta direktno, ali je olakšala izdavanje privatnih vrijednosnica i određenih vrsta kredita budući da ih je prihvaćala kao kolateral u svojim operacijama refinanciranja. Međutim, od 2009. Eurosustav je počeo otkupljivati privatne i državne vrijednosnice na primarnom i sekundarnom tržištu. Prvo je u lipnju 2009. pokrenut program kupnje pokrivenih obveznica denominiranih u euru, a izdanih u eurozoni, na primarnom i sekundarnom tržištu (CBPP). Cilj programa nije bio dodatno pružanje likvidnosti bankovnom sustavu budući da je ESB namjeravala kroz sterilizaciju ovih operacija povući pruženu likvidnost. Kupnje pokrivenih obveznica uvedene su kako bi se poboljšala likvidnost na tržištu privatnih dužničkih vrijednosnica te time olakšalo refinanciranje banaka na tim tržištima. Nakon toga provedena su još dva programa kupnje pokrivenih obveznica te je uveden program kupnje vrijednosnica pokrivenih imovinom (ABSPP). Cilj ovih mjera bila je bolja transmisija monetarne politike, podržavanje kreditiranja realne ekonomije i dodatno labavljenje monetarne politike. Ukupan iznos kupljenih pokrivenih obveznica do srpnja 2015. iznosio je 180 mlrd. €. U sklopu ABSPP od kraja studenog 2014. do srpnja 2015. kupljeno je 9,7 mlrd. € vrijednosnica pokrivenih imovinom.

U svibnju 2010. pokrenut je program tržišta vrijednosnica (SMP) u sklopu kojega su otkupljivane državne obveznice isključivo na sekundarnom tržištu. Prilikom pokretanja programa ESB je najavila da će se sva sredstva iz programa sterilizirati jer cilj programa nije bilo dodatno puštanje likvidnosti u sustav, već isključivo podrška tržištu državnih vrijednosnica. ESB nije najavila u kojem iznosu će kupovati obveznice, ni od kojih država, kao niti koliko dugo će program biti aktivan (za razliku od komunikacije Fed-a i Bank of England vezane za kupnje državnih obveznica). Kupnje su se odvijale do veljače 2012., a program je završen u rujnu 2012.. U sklopu programa otkupljeno je gotovo 220 mlrd. € državnih obveznica. Na kraju 2012. struktura kupljenih državnih obveznica po zemljama bila je sljedeća: Irska – 14,2 mlrd. € (6,5% od ukupno kupljenih), Grčka – 33,9 mlrd. € (15,6%), Španjolska – 44,3 mlrd. € (20,3%), Italija – 102,8 mlrd. € (47,5%) i Portugal – 22,8 mlrd. € (10,4%). Prosječan preostali rok dospijeća ovih obveznica je tada iznosio 4,3 godine. Dakle, riječ je o zemljama koje su bile suočene s dužničkom krizom, pri čemu gotovo 50% kupljenih državnih vrijednosnica otpada na Italiju.

U kolovozu 2012. najavljen je program izravnih kupnji državnih obveznica na sekundarnom tržištu (OMT) kako bi se očuvala odgovarajuća transmisija monetarne politike. Međutim, kupnje će se obavljati isključivo ako su zadovoljeni sljedeći uvjeti: zemlje čije obveznice će se razmatrati za kupnju moraju sudjelovati u programu financijske pomoći od strane EFSF-a ili ESM-a (i to u programu koji uključuje mogućnost kupnje obveznica na primarnom tržištu od strane EFSF-a ili ESM-a); transakcije će biti usmjerene na kraći dio krivulje prinosa; nikakva ograničenja količine kupljenih obveznica neće biti određena unaprijed; ESB će imati isti tretman kao i ostali kreditori te će kreirana likvidnost biti u potpunosti sterilizirana. (ECB, 2012.) Međutim, do kraja 2014. niti jedna zemlja članica eurozone nije zadovoljila navedene kriterije te nije bilo kupnji državnih obveznica u sklopu programa.

ESB je 22. siječnja 2015. donijela odluku o proširivanju programa kupnje imovine uključivanjem kupnje obveznica zemalja eurozone, agencija i europskih institucija na sekundarnom tržištu (APP). U sklopu programa ESB će kupovati državne vrijednosnice, pokrivene obveznice i vrijednosnice pokrivene imovinom u ukupnom iznosu od 60 mlrd. € mjesečno počevši od ožujka 2015. do rujna 2016. (što je ukupno preko 1.000 mlrd. €).

ESB je, kako bi potaknula banke na plasiranje kredita, uvela negativnu kamatnu stopu na mogućnost depozita banaka kod središnje banke od -0,1% u lipnju, a potom -0,2% u rujnu 2014. (što se smatra osobito neobičnim potezom budući da negativni kamatnjaci nisu dotad u povijesti korišteni u tolikom obujmu). ESB je također koristila i politiku budućih smjernica (engl. *forward guidance*).

3.2. Odgovor nacionalnih vlasti u izabranim perifernim zemljama eurozone na dužničku krizu

Nacionalne su vlade pokušale ublažiti negativne posljedice krize korištenjem niza mjera poput državnih garancija i zajmova, dokapitalizacije banaka i otkupa loše imovine. Također, kako bi smanjile proračunski deficit, smanjile su potrošnju, subvencije i plaće te povećale poreze. Dobivanje pomoći od međunarodnih i europskih institucija je zahtijevalo daljnju redukciju potrošnje pa su mjere štednje bile pooštrene što je bilo popraćeno nezadovoljstvom građana i produbljivanjem recesije.

U Portugalu je vlada, na čelu s premijerom Jose Socratesom, počela s uštedama smanjujući plaće službenika i članova parlamenta za 5%. Također, za isti postotak su bile smanjene i plaće zaposlenih u javnom sektoru koje su prelazile 1.500 eura, a kasnije i do 12%. Nadalje, potrošnja na socijalne svrhe se značajno smanjila. Osim smanjenja troškova, portugalska vlada je uvela dodatni porez na dobit. Nakon dobivanja paketa pomoći, vlada je prihvatila detaljan program mjera štednje. Glavne mjere povezane s fiskalnom konsolidacijom uključuju: privatizaciju poduzeća javnog sektora (proizvođača energije, avio kompanija i pošte), smanjenje broja javnih agencija i menadžera, smanjivanje izdataka za mirovine i socijalna davanja, smanjivanje zapošljavanja i plaća u javnom sektoru, niže otpremnine, manji broj javnih blagdana, snižavanje transfera lokalnim i regionalnim samoupravama, kontrolu rashoda državnih poduzeća, pad izdataka u zdravstvu te reviziju dobara koji podliježu smanjenoj stopi PDV-a, povećanje prihoda od poreza na dohodak (povećanje granične stope, smanjivanje poreznih olakšica) i poreza na dobit. (Pereira i Wemans, 2012, 23) Mjere štednje su vodile do daljnjeg pada gospodarske aktivnosti i zaposlenosti te osobne potrošnje. Zahtjevi Europske unije za smanjenjem javnog duga su rezultirali recesijom čime je još više otežana provedba zacrtanih ciljeva oporavka.

Tablica 4. Prikaz stope poreza na dodanu vrijednost u izabranim zemljama periferije u razdoblju od 2007. do 2014. godine (%)

	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Portugal	21	20	20	21	23	23	23	23
Italija	20	20	20	20	20	21	22	22
Grčka	19	19	19	23	23	23	23	23
Španjolska	16	16	16	18	18	18	21	21

Izvor: European Commission (2015b)

Tablica 4. pokazuje kako je Portugal povisio stopu poreza na dodanu vrijednost kao i ostale zemlje (pri čemu je Španjolska najviše podigla stopu PDV-a). Programom štednje se nastojalo utjecati na strukturne probleme i postići ciljani deficit.

Vlada i dalje provodi mjere štednje kako bi poboljšala javne financije i savladala negativne posljedice krize na gospodarstvo.

Španjolska je, kao i ostale zemlje periferije, dolaskom krize počela provoditi program fiskalne konsolidacije. Set mjera je uključivao povećanje stopa na različite vrste poreza, smanjivanje osobnih odbitaka te smanjivanje izdataka ministarstva. U razdoblju od 2009.-2012. španjolska vlada je, također, ograničila zapošljavanje i snizila plaće u javnom sektoru, zamrzнула mirovine, smanjila potrošnju u zdravstvu te privatizirala pojedina javna poduzeća (Carballo-Cruz, 2011). Poput vlada ostalih zemalja periferije i španjolska se vlada odlučila na razne mjere štednje. Te su mjere postupno smanjivale proračunski deficit, no u 2012. je postalo jasno da vlada treba pomoć Europske unije i Međunarodnog monetarnog fonda kako bi uravnotežila svoje nestabilne financije i dala potrebne injekcije kapitala bankovnom sektoru. Dobivanjem paketa pomoći u 2012., Španjolska se obvezala na daljnje mjere štednje i redukcije u javnoj potrošnji. Servisiranje dugova je postao prioritet. Opsežne mjere su poduzete i u bankovnom sektoru. Banke čiji su stres testovi pokazali nedostatak kapitala su dokapitalizirane, a supervizija nad njima je pojačana. Pravila potrošnje su uvedena za sve razine vlasti te se planira smanjenje javnog duga na 60% BDP-a do 2020.. Koordinacija između autonomnih regija i središnje vlasti je poboljšana kako bi bilo sigurno da su sve razine vlasti uključene u program proračunske konsolidacije. Španjolska je smanjila birokratske procedure za poduzetnike kako bi poboljšala investicije. (Federal Ministry of Finance) Iako je španjolski javni dug najniži među promatranim zemljama, njezina visoka stopa nezaposlenosti ukazuje na još uvijek nestabilno gospodarstvo. Također, španjolska vlada se i dalje bori s velikim proračunskim deficitom koji je u 2014. najviši u odnosu na izabrane zemlje periferije.

Nakon pružanja prvog paketa pomoći Grčka je provela razne strukturne reforme u mnogim područjima. Reforme u javnom sektoru, mirovinskom sustavu i zdravstvu su utjecale na smanjenje javne potrošnje. Tržište rada je također doživjelo značajne prilagodbe, smanjene su minimalne plaće, uvedeno je fleksibilno radno vrijeme te su skraćeni otkazni rokovi. Iako mnogi smatraju kako je uspješnost grčkih reformi upitna, Grčka je uložila velik napor posljednjih godina kako bi postigla fiskalnu održivost. Provodi fiskalno pooštavanje kako bi smanjila svoj proračunski manjak te kako bi se postigla zdrava i održiva dugoročna fiskalna pozicija. Među prvim mjerama bile su zabrana novih zapošljavanja u javnom sektoru, smanjivanje plaća i bonusa, povećanje stope poreza na dodanu vrijednost, poreza na gorivo, cigarete i alkohol. (European Commission, 2015c) Grčka je provela i radikalnu reformu mirovinskog sustava. Podignuta je dob za odlazak u mirovinu, uvedene su kazne za prijevremeni odlazak u mirovinu, broj osiguravajućih i mirovinskih fondova se smanjio kroz spajanja i preuzimanja. Pokrenute su zdravstvene reforme jer je potrošnja na lijekove bila znatno veća u usporedbi s

drugim europskim zemljama. Mjere štednje su dovele do javnog nezadovoljstva i političkih nestabilnosti te promjena u državnom vrhu. Iako se grčki proračunski deficit smanjivao, postalo je jasno kako je grčka fiskalna pozicija neodrživa, a učinci reformi prespori. Stoga je nakon drugog paketa pomoći grčka vlada nastavila s mjerama štednje snižavanjem plaća, uvela dodatni porez na imovinu, ponovno povećala porez na gorivo, nastavila s ograničavanjem zapošljavanja u javnom sektoru te ukinula brojne socijalne naknade. Grčki oporavak je spor, još je uvijek u recesiji te joj je potrebna daljnja usmjerenost prema fiskalnoj konsolidaciji. S druge strane, otpor stanovništva prema reformama postao je snažniji, a grčki vjerovnici sve nestrpljiviji. Kao i u ostalim zemljama, Grčka je izabrala mjere štednje za obranu od krize. Unatoč mnogim uštedama, javne financije su i dalje neuravnotežene, gospodarstvo bilježi visok proračunski deficit i javni dug. Ova zemlja i dalje unosi zabrinutost među institucije Europske unije te je pitanje koliko je stanje grčkog gospodarstva održivo u dugom roku.

Prioritet talijanske vlade bio je uravnoteženje javnih financija. Dolaskom premijera Montija na vlast 2011. se uvode mnoge mjere štednje za oporavak gospodarstva. Došlo je do reforme poreznog sustava, mirovinskih reformi, revizije javne potrošnje i borbe protiv utaje poreza. Također, došlo je do povećanja raznih oblika poreza, poput poreza na dodanu vrijednost te poreza na alkoholna pića. U Italiji su zabilježene velike razlike između bogatog i siromašnog stanovništva. Mjere štednje su uključivale povećavanje poreza na imovinu bogatog dijela stanovništva pa je vlada nametnula poreze na jahte, luksuzna dobra i umjetnine. Mirovinskim reformama je povećana dob odlaska u mirovinu. Osim toga, došlo je do rezanja proračunskih troškova za obrazovanje i zdravstvo te ograničenja pri zapošljavanju u javnom sektoru.

Kao odgovor na krizu zemlje diljem eurozone su provele fiskalnu konsolidaciju. No, provođenje fiskalne konsolidacije u razdoblju recesije može imati negativne posljedice. Fiskalnu konsolidaciju obilježava restriktivna fiskalna politika koja u razdoblju recesije vodi opadanju BDP-a i poreznih prihoda. Posljedica može biti povećavanje javnog duga i proračunskog deficita što je suprotno od cilja fiskalne konsolidacije te vodi zamci visoke zaduženosti. (Babić, 2011, 263) Smanjenje javne potrošnje vodi prema uravnoteženju proračuna i smanjenju javnog duga, makroekonomskoj stabilnosti, porastu kreditnog rejtinga i vraćanju povjerenja investitora. Ipak, vidljivo je kako restriktivna fiskalna politika u perifernim zemljama još uvijek nije uspjela ostvariti svoj cilj, ponajviše zbog recesije što se najbolje vidi na primjeru Grčke.

4. USPJEŠNOST PRIMIJENJENIH MJERA I PERSPEKTIVE OPORAVKA I RAZVOJA

Nastupanjem globalne recesije i pogoršavanjem dotad povoljnih uvjeta na svjetskim financijskim tržištima postalo je jasno kako su temelji rasta gospodarstva dijela zemalja eurozone dugoročno neodrživi. Tijekom višegodišnje krize, naj snažnije još od one početkom 1990ih kada su (tadašnje) članice Europskog monetarnog sustava u značajnoj mjeri mogle iskoristiti mogućnosti monetarnog suvereniteta, ponovno su preispitivane prednosti i nedostaci članstva u monetarnoj uniji. Analizom uzroka krize prikazano je kako su stabilne okolnosti na svjetskim tržištima, ali i dobre perspektive članstva u monetarnoj uniji generirali uzročnike krize u perifernim zemljama. Kako je riječ o zoni zajedničke valute, jasno je kako ona ne može ostati stabilna u okolnostima asimetrične krize. Osim ekonomske nestabilnosti, jačaju i političke, socijalne, demografske i druge netrpeljivosti među članicama, dok razina nezadovoljstva članstvom u eurozoni (i Europskoj uniji) raste. Mjere koje su međunarodne institucije i, pod njihovim pritiskom, nacionalne vlasti poduzimale kako bi stabilizirale svoja gospodarstva temeljile su se na mjerama štednje kojima se uvjetovala financijska potpora. U situaciji krize pokazali su se i nedostaci sudjelovanja u monetarnoj uniji, jer ne postoji mogućnost deprecijacije/devalvacije nacionalne valute kako bi se poboljšala izvozna konkurentnost. Umjesto toga, nacionalne vlasti mogle su provoditi internu devalvaciju kroz mjere kao što su snižavanje cijene rada i troškova države kroz ograničenja plaća i mirovina, snažnije porezno opterećenje kako bi se financirali troškovi države, uz ukidanje niza socijalnih davanja i sl. Posljedično, u krizom zahvaćenim zemljama raste nezadovoljstvo članstvom u eurozoni, zbog brojnih odricanja koje ono zahtijeva.

U isto vrijeme, neke od pretpostavki uspješnog funkcioniranja monetarne unije, u prvom redu visoka mobilnost radne snage, nisu se u potpunosti ostvarile. Nadalje, razlike u gospodarskim pokazateljima između članica (npr. Njemačke i Grčke) ukazuju na heterogenost zajednice, što vodi lošijim političkim odnosima. Tijekom kriznog razdoblja ESB nastavila je voditi jedinstvenu, *one-size-fits-all* politiku temeljenu na cilju održavanja niske inflacije. Polovicom 2014. inflacija je prešla u deflaciju te su poduzete mjere kvantitativnog popuštanja. Međutim, oštre kritike su upućene na rad ESB vezano uz njezinu usredotočenost na stabilnost cijena, pri čemu zanemaruje odnose u realnom gospodarstvu (Laski i Podkaminer, 2012). Na udaru kritika našla se i zbog otkupa državnih vrijednosnica, jer se postavilo pitanje financira li na taj način nacionalne vlade što bi predstavljalo prekoračenje njezinih ovlasti.

Najveća bojazan vezana je uz mogućnost izlaska Grčke iz eurozone te posljedice koje bi to izazvalo, tj. mogućeg bankrota države i načina uvođenja nove valute.

Izlazak Grčke iz eurozone, osim opasnosti koju predstavlja za stabilnost eura i globalnih financijskih tržišta, uzrok je i brojnih geopolitičkih rizika, u prvom redu mogućnosti raspada monetarne unije. Višegodišnja kriza koja, unatoč mjerama pomoći poduzetima od strane Europske komisije, MMF-a i ESB, u konačnici nije riješena, izaziva i dileme vezane uz budućnost Unije. Nesigurnost je svakako prisutna vezano za potencijalne buduće krize jer bi se, u slučaju *Grexita*, pitanje izlaska iz zajednice neminovno postavljalo. Međutim, intenzitet krize kao i nejasna buduća politika, ukazuju na potrebu za izgradnjom učinkovitijih mehanizama prevencije te bolje kontrole ispunjavanja zajedničkih ciljeva. Također, unatoč tome kako se u dosadašnjoj praksi ulazak u eurozonu smatrao ireverzibilnim te procedure razdruživanja nisu jasno definirane, u stabilni(ji)m vremenima potrebno je analizirati (primarno pravne i tehničke) aspekte privremenog ili trajnog napuštanja zajednice. Iako slične inicijative pojačavaju nestabilnost kod svih uključenih strana, ona bi se značajno smanjila ukoliko bi procedure bile jasnije definirane.

5. ZAKLJUČAK

Zemlje eurozone, unatoč svojoj heterogenoj strukturi, već više od desetljeća imaju jedinstvenu valutu i nadnacionalnu monetarnu politiku, slijedeći pretpostavke optimalnog valutnog područja. Međutim, razlike među gospodarstvima, kao i nedosljedna primjena kriterija iz Maastricht-a, izišle su na vidjelo tijekom globalne krize, osobito kod tzv. zemalja periferije koje su analizirane u ovom radu. Kod promatranih zemalja je tijekom predkriznog razdoblja došlo do gospodarskog rasta, ali uglavnom temeljenog na povoljnim vanjskim okolnostima i pozitivnim perspektivama članstva u eurozoni. Kriza je ukazala na neodrživost takvog rasta, kao i na niz dotad prikrivenih strukturnih problema, snažno pogoršavajući pokazatelje i ugrožavajući stabilnost eurozone. Mogućnost devalvacije nacionalne valute, koja se uobičajeno spominje kao mjera za poboljšanje izvozne konkurentnosti, ne postoji u sustavu zajedničke valute te su zemlje pokušavale postići sličan učinak mjerama štednje i fiskalnom konsolidacijom. S druge strane, eurozona je brojnim mjerama pružila financijsku pomoć ugroženim zemljama. Mjere štednje i niz preduvjeta koji su trebali biti ispunjeni kako bi se dobila pomoć doveli su do pada životnog standarda, političkih previranja, ali i nezadovoljstva članstvom u eurozoni. Kada je 2015. postojala izvjesna opcija izlaska Grčke iz eurozone, razmatrane su posljedice kako za zajednicu tako i za članicu. Ostankom u zajednici očuvana je stabilnost eurozone, ali s mnoštvom otvorenih pitanja. Iako se u dosadašnjoj praksi članstvo u eurozoni smatralo ireverzibilnim, nužno je razraditi mehanizme izlaska, privremenog ili trajnog, kako bi se očuvala stabilnost obiju strana. Nadalje, unatoč uloženom trudu i sredstvima, niz mehanizama predstavljao je *ad hoc* rješenja kojima se nastojala spriječiti panika na tržištima. Kriza u zemljama koje su do tada bile (prividno) stabilne otvara i

pitanja dosljednog provođenja kriterija konvergencije, njihovog praćenja, kao i učinkovito djelovanje u slučaju odstupanja.

LITERATURA

1. Babić, M. (2011) Kriza eura 2010. Obnovljeni život, god. 66., br. 2.,
2. Carballo-Cruz, F. (2011) Causes and Consequences of the Spanish Economic Crisis: Why the Recovery is Taken so Long?. Panoeconomicus, No. 3
3. ECB (2012). Technical features of Outright Monetary Transactions. [online]. Dostupno na:
4. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html (03. siječnja 2015.)
5. ECB (2013). Details on securities holdings acquired under the Securities Markets Programme. [online]. Dostupno na: http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr130221_1.en.html (12. kolovoza 2015.)
6. ECB (2015). Monetary Policy Decisions. [online]. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/decisions/html/index.en.html>
7. (12. kolovoza 2015.)
8. European Commision (2015a) Financial Assistance to EU Member States. [online]. dostupno na:
9. http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/index_en.htm
10. (19. kolovoza 2015.)
11. European Commision (2015b) VAT Rates Applied in the Member States of the European Union. [online]. Dostupno na:
12. http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/vat/how_vat_works/rates/vat_rates_en.pdf (21. kolovoza 2015.)
13. European Commision (2015c) Taxes in Europe – Tax Reforms Database. [online]. dostupno na:
14. http://ec.europa.eu/taxation_customs/taxation/gen_info/info_docs/tax_inventory/index_en.htm (21. kolovoza 2015.)
15. Eurostat. [online]. Dostupno na: <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> (12. kolovoza 2015.)
16. Federal Ministry of Finance (2015) Reforms in the eurozone. Berlin: Cabinet of Germany. Dostupno na:
17. http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/EN/Standardartikel/Topics/Europe/Articles/Stabilising_the_euro/Figures_Facts/2012-11-29-reforms-in-the-eurozone-examples.html#doc290354bodyText4 (18. kolovoz 2014.)

18. IMF. [online]. dostupno na: <http://www.imf.org/external/country/index.htm> (21. kolovoza 2015.)
19. Laski, K., Podkaminer, L. (2012) The basic paradigms of EU economic policy-making need to be changed. *Cambridge Journal of Economics*, 2012, 36, str. 253-270
20. OECD. [online]. dostupno na: <http://stats.oecd.org/> (19. kolovoza 2015.)
21. Pereira, P. T., Wemans, L. (2012) Portugal and the Global Financial Crisis – short-sighted politics, deteriorating public finances and the bailout imperative. Working Papers Department of Economics, Lisbon School of Economics and Management
22. The World Bank. [online]. Dostupno na: <http://data.worldbank.org/> (15. srpnja 2015.)
23. Yimlaz, B.E. (2013) Reflections of the global economic crisis on the countries of PIIGS and Turkey's macroeconomic variables. *Journal of Economic & Administrative Sciences*, Marmara University

Gordana Kordić, Ph. D.

Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, Croatia
gkordic@efzg.hr

Martina Nakić, Ph. D.

Faculty of Economics and Business, University of Zagreb, Croatia

Anja Nikić, M. A.

anjanikic@hotmail.com

ANALYSES OF MEASURES FOR SOLVING THE FINANCIAL CRISIS: CASE OF EUROZONE PERIPHERIAL COUNTRIES

Review

Abstract

Monetary union is a group of countries that have a single currency and a common monetary policy. In terms of eurozone it is heterogeneous group of countries that retain significant level of political and fiscal sovereignty while monetary sovereignty is transferred to supranational level. At the beginning of 2009 the eurozone was hit by crisis that started in USA and soon became global. Most affected countries were those of European periphery. Long lasting crisis that developed into a recession resulted in numerous stabilization measures of European and international institutions, including ECB's purchase programs of private and government bonds, in order to alleviate deflationary pressures. Efficiency of rescue programs combined with reforms that were undertaken was not equal in all countries. Still, the crisis was the strongest in Greece in which case the eurozone exit was widely discussed. The discussion about Greece also raises fears of spill-over effects on other countries that would, besides the problems of defining the formal aspects of exit strategy, surely cause turbulences on global markets. In this paper, measures of international institutions and national governments taken in order to solve the problem of peripheral countries' high indebtedness are analyzed. Results so far have shown that the austerity measures have not provided expected results. Future policies need to consider negative aspects of measures based on savings, despite the benefits from fiscal consolidation. The terms that would allow countries to redefine the eurozone membership in terms of crisis also need to be considered.

Keywords: *eurozone, PIGS, financial crisis, austerity measures*

JEL: E52, E58, F33, F34, F36